

国际短期资本流动与金融危机的实质

孙 喆

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 随着金融危机的不断爆发, 国际短期流动资本越来越受到人们的关注。本文论述了国际短期流动资本迅速发展的原因及其风险机制, 并透过国际短期流动资本的作用分析了金融危机爆发的实质性原因。

关键词: 国际短期流动资本; 风险生成机制; 金融危机

中图分类号: F830.54 文献标识码: A 文章编号: 1008-4428(2005)08(II)-90-02

20世纪90年代以来, 世界金融市场动荡不定, 墨西哥、泰国、马来西亚、菲律宾以及巴西等国相继在国际短期流动资本的冲击下爆发金融危机, 国际短期流动资本引起了世界各国的普遍关注。伴随全球化的发展, 国际短期流动资本已成为一种庞大的金融力量, 在全球金融中的作用日益明显, 对经济的冲击也日渐增强。

国际短期流动资本又称“热钱”。它通常作为一种短时期运作的资本, 为追逐高额利润而游动在世界各金融市场之间。其特点是投机性强、流动性快、倾向性明显。它往往以某些金融运作不规范、金融监管不完善、金融体系漏洞大的国家为投机对象, 通过左右其外汇、证券和期货市场行情来牟取暴利。据统计, 全世界现有国际短期流动资本15万亿美元, 是一股庞大的资金力量。有学者依照投资者的具体动机, 将国际短期资本流动分为三类: 一是希望利用国际金融市场上某种金融资产的价格变动而获利的资本流动, 称之为“国际投机”。二是希望通过在两个或更多的市场上构筑头寸, 以从其价格联系的差异中套取无风险利润, 称之为“国际套利”。三是由于投资环境不如人意, 投资的安全性受到威胁, 使得它暂时从所在国逃离出去, 称之为“资本外逃”。

一、国际短期流动资本迅速发展的原因

国际短期流动资本急剧扩大的根本原因是金融的全球化。在金融全球化的大背景下, 国际短期流动资本迅速发展的具体原因究竟是什么呢?

(一) 全球宏观经济条件的变化

宽松的、自由化的国际资本流动政策, 是形成大规模国际短期流动资本的重要条件。随着经济全球化的发展, 国与国之间的经济依赖性增强, 对国际资本流动的要求更加迫切, 这促使各国相继放松对国际资本流动的限制, 出台了各种金融全球化、自由化的政策。发达国家早在20世纪70年代就开始放松对国际资本流动的限制, 这一步伐在1980年以后进一步加快, 并在20世纪90年代中期基本取消了对国际资本流动的汇兑管制。在发达国家的“引导”下, 发展中国家从20世纪80年代相继放宽对国际资本流动的限制, 并在90年代加速了这一进程。宽松的国际资本流动政策, 加上发达国家名义利率的下降, 促使投资者在世界范围内寻找证券投资的新机会; 虽然投资发展中国家的风险很大, 但是为了更多的收益, 仍然有大量的国际资本流入发展中国家。这些都从客观上促成了庞大国际短期流动资本的形成。

(二) 机构投资者的规模和道德风险

机构投资者投资规模的扩大。共同基金、养老基金、保险公司、套期保值基金为了增加收益和分散投资, 从90年代以

来大量投资发展中国家的证券。由于它们偏好于持有直接的债权或股权而不是间接的债权如辛迪加贷款, 国际资本流动出现证券化的倾向, 其规模和流动性都增大了。此外, 投资者中广泛存在道德风险。发展中国家国内外的投资者都相信, 如果发生金融危机, 政府将给予救助。由此产生了道德风险, 使投资者对风险不采取谨慎的态度, 从而出现了过量的资本流动。

(三) 金融创新和发展中国家金融市场的形成

发达国家的金融市场经漫长的发展, 在20世纪末已相当成熟, 它们为国际短期流动资本发挥作用提供了基本舞台。发达国家各种专项基金的涌现, 更促使国际短期流动资本的膨胀。20世纪80年代以后的金融创新, 带来了诸如互换、期货、期权等金融衍生品, 使各国金融市场密切地联系在一起。在上个世纪七八十年代以后, 发展中国家也强烈地意识到资金融通对于经济发展的重要意义, 开始积极建设和发展金融市场, 一些发展中国家在金融市场建设的某些方面甚至超过发达国家, 如智利、韩国、马来西亚、墨西哥、新加坡的股票市场深度(即股票资本化价值占国内生产总值的比例)已高于德国、法国、意大利等国。发展中国家金融市场的形成, 使资本流动的全球化具有更广泛的基础。

(四) 对发展中国家的信用评级过高

发展中国家广泛的结构改革和稳定的经济政策导致国际资本流入, 资本的流入增强了发展中国的经济基础、促进了它们的经济增长。而评估机构则因为它们经济状况的改善提高了它们的信用等级, 这样一来又鼓励投资者增加对发展中国家证券的投资, 从而形成了大规模的国际资本流动。

二、国际短期流动资本的风险生成机制

(一) 对货币供应量和通货膨胀的影响

短期资本流入具有使可贷放的货币供应量增加的危险。因为短期流入资本中的通货和活期存款属于货币, 而其他种类的短期资本如定期存款、商业票据、短期政府债券则属于近似货币, 其中通货和活期存款构成一国的基础货币(高能货币), 从而成倍地创造货币供应量。同时, 短期资本流入意味着受资国国外资产的增加, 受资国不得不被动地向外汇市场投放大量本币, 买进外汇形成巨额的外汇占款。因此, 若一国没有实施严格的资本管制, 那么短期投机资本流入可迅速增加一国货币供应量, 促使国内利率下降, 支出扩大和投资膨胀, 导致经济过热和通货膨胀, 而一旦外部条件发生逆转, 则会出现大规模的资本外流, 从而促使一国货币供应量迅速下降和实体经济衰退, 这就极大地制约了中央银

行货币政策的自主性。

(二)对金融体系稳定的影响

由于金融衍生工具流动性的增强和交易技术的电子化,使得大量资金能在全球实现瞬间交易,过剩的短期资本涌入同一市场追逐投机利润,在一些新兴股票证券市场国家,出现短期内资本相对集中的趋势,正在成长的发展中国家金融市场对内外的经济变动缺乏足够的承受力。大量投机资本的流入,造成外汇储备短时间的剧增,推动股市上升,形成投机性泡沫,推动盲目扩大投资,增加投资虚假需求,导致经济过热。而一旦泡沫破裂,就会发生金融危机和经济衰退。因为资金增多,银行可能降低贷款条件限制,发放大量贷款,结果导致坏账质量下降,坏账款增加。从而增加了银行破产倒闭的风险。

(三)对国际收支的影响

短期资本的流入对发展中国家国际收支的冲击较大。短期资本的大规模流入导致资本项目顺差过大,形成实际汇率升值的压力。汇率上升提高了出口产品的价格而不利于产品的国际竞争。若外国对本国产品需求富有弹性,则会减少出口创汇收入,然而,一旦外国资本大量流出,则会导致本币迅速贬值,恶化本国的贸易条件,增加出口换汇成本。若外国对本国产品的需求缺乏弹性,则会导致外汇的减少,从而恶化一国的国际收支。

三、从国际短期流动资本的作用看亚洲金融危机的实质

总的来说,国际短期流动资本有正负两方面的作用。一方面,自由的国际资本流动有力地推动了国际贸易的发展。它通过提供出口信贷、向贸易逆差国家融通资金,突破了国际贸易的支付限制,扩大了国际贸易规模,为贸易双方带来了共同利益;自由的国际资本流动使社会资源在国与国之间得到更有效的配置,使资本得到更充分的利用,既提高了资本流出国的资本收益,也促进了资本流入国的发展。另一方面,国际短期流动资本为趋利而在国际金融市场兴风作浪,导致区域性或全球性的金融危机,给新兴国家乃至世界经济带来巨大冲击。

金融危机的诱发因素是多元的,但国际短期流动资本的炒作是其重要因素。1967年,国际短期流动资本的冲击先后使英镑、法国法郎、西德马克汇率下跌;1972年6月到1973年2月,疯狂的国际短期流动资本投机使各国货币危机不断,多数保持固定汇率的国家不得不使自己的货币浮动,布雷顿森林体系走向崩溃。同样,1992年的英镑危机、1994年的墨西哥金融危机、20世纪末的亚洲金融危机,都明显地刻有金融投机商利用国际短期流动资本进行炒作的痕迹。

利用外资本来是发展中国家用来发展民族经济的重要手段,但过分依赖外资又造成了发展中国家经济的“脆弱症”。金融体系脆弱论以斯蒂格里茨为代表。斯蒂格里茨等人从金融体系的重要性以及金融体系与其他经济部门的相关性方面来考察东亚金融危机,他们得出结论认为东亚诸国金融体系脆弱是导致东亚金融危机的主要原因。

金融危机之所以会发生,从一般意义上讲,是经济增长中的“高速病”和不适当的国际资本流动等方面原因造成的。发展中国家,以东亚国家为典型,在推行“追赶型”的高速增长战略过程中,普遍地存在着四个问题:一是银企关系异化。为了追求高速度,政府不惜违背市场经济原则,不适当地干预银行和企业活动,对企业特别是大企业集团给予过多的

关照,迫使银行向企业大举贷款,结果造成了企业经济效率下降,银行过度负债经营和大量不良金融资产的产生。二是经济结构扭曲。为了追求高速度,政府有意或无意地促使资本过度地向证券、旅游和房地产等容易产生泡沫经济的行业部门集中;为了推行出口导向战略,政府的产业政策过度向这方面倾斜,导致了资源过度向出口部门集中,这些都造成了经济结构扭曲,增加了金融危机的风险。三是过快的金融自由化与金融监管相对滞后,既为短期外资的大量流入创造了条件,增加了债务风险和国际游资冲击的风险;也为国内商业不动产的过分膨胀创造了条件,加剧了经济泡沫的形成。四是技术创新不足。发展中国家一直以技术引进和模仿为主,在技术创新上没有取得突破性的进展,这就难以有效地推动产业结构和出口产品结构不断升级,也难以全面改善经济质量,由此导致了产业的国际竞争力不断地下降,外向型战略的基础受到削弱(窦祥胜,2001)。可见,金融危机发生的根本原因,是由于发展中国家经济发展质量和效率不高造成的。

四、结束语

经济全球化使政府控制短期国际资本流动的难度加大,尤其是对发展中国家而言,外汇资金短缺,过度的控制会失去竞争力,对本国经济发展不利,而管制放松又会带来对市场的冲击。因此,需要采取宏观调控手段,合理搭配各项政策工具和优化运用秩序,对短期国际资本进行控制。管理的原则是按照对市场的监管能力和金融体系发育程度实施相宜的管理政策。我国正处于渐进的对外开放过程中,在此过程中应该先推进国际贸易的自由化,再推进长期国际资本流动的自由化,后推进短期国际资本流动的自由化。因此,必须要在一定的时期对短期国际资本流动实行控制。在没有遭受国际资本投机性冲击以前,明确表示本国在发生金融动荡、有关指标变化达到一定程度的时候将对短期国际资本流动实行控制。这样可以使投资者认识到控制是在非常时期采取的非常措施而不是随心所欲的政策决定,从而保持对该国政策的信心。

参考文献:

- [1] 窦祥胜. 关于国际资本流动的经济学思考[J]. 经济评论, 2001,(01).
- [2] 吴开祺. 新编国际金融学[M]. 立信会计出版社.
- [3] 周泽红. 国际资本流动的新趋势与我国利用外资策略的调整[J]. 上海交通大学学报, 2001,(04).
- [4] 方天梯. 国际短期流动资本流动的效应分析[J]. 上海金融, 2001,(06).
- [5] 何问陶等. 20世纪90年代以来国际短期流动资本流动的特征和影响[J]. 商业研究, 2002,(12).
- [6] 徐滇庆等. 泡沫经济与金融危机[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2000.
- [7] 何秉孟. 亚洲金融危机:最新分析与对策[M]. 北京:社会科学文献出版社, 1998.
- [8] 龚俊杰. 国际短期资本流动与金融危机应对措施[J]. 福建金融, 1999,(07).

作者简介:

孙 喆,女,北京人,厦门大学经济学院经济系硕士研究生,研究方向:政治经济学。